

6 de septiembre de 2024

# Argentina Weekly

## La baja del impuesto PAIS no altera el ancla fiscal

- A principios de la semana, la AFIP publicó el primer dato económico del mes: la recaudación tributaria correspondiente a agosto. **La misma presentó una fuerte caída interanual del 13,8% en términos reales, con la mayoría de los tributos registrando una variación interanual negativa.**
- **El gobierno confirmó la reducción de la alícuota del impuesto PAIS del 17,5% al 7,5% a partir del primero de septiembre, confiando en su efectividad para reducir la inflación** mediante la reducción de costos y el incentivo a la competencia con productos importados. No obstante, dicha decisión tendría un impacto negativo relevante sobre la recaudación, compensado en parte por un incremento esperado en los volúmenes de importación y un mayor flujo a través de otros tributos.
- **Un aumento en el volumen de importaciones, ya sea debido a la reducción del tipo de cambio importador o a una reactivación de la economía, podría impactar directamente sobre las reservas internacionales del BCRA.** No obstante, una ayuda no menor viene siendo el aumento significativo en los depósitos en dólares gracias a la creación de las cuentas CERA en el contexto del blanqueo, el cual comienza a acelerar su ritmo. Cabe destacar que esto no tiene impacto sobre las reservas netas, aunque sí sobre las reservas brutas.
- **La deuda HD deja una semana de leves resultados positivos comparados con la semana anterior,** el rendimiento WTD promedio se ubica en torno al 0,40% y destacan el AL30 y GD30 como los ganadores de la semana. Creemos que este leve traccionamiento se debe a dos factores principales, las expectativas de blanqueo y un contexto internacional que acompaña con la tendencia levemente positiva.
- El tramo largo de la **curva de lecaps** estuvo pesado esta semana volviendo a operar con TEMs cercanos a las de corte de la última licitación (agosto 3,88% TEM), mientras que las letras más cortas comprimen alineándose con las tasas del tramo medio. El mercado se muestra cauteloso y especula con la licitación de la próxima semana y los distintos datos de inflación que tenemos por delante previo a conocerse el IPC nacional la semana que viene. **En cuanto a los vencimientos del mes tenemos dos sumas grandes de \$6,9 BB para el 13 de Septiembre y \$7,1 BB para el 30 de Septiembre.**
- **En un contexto global mixto para la renta variable, el equity argentino deslumbró con subas significativas que llevaron al S&P Merval a tocar un nuevo máximo de casi 1.400 (US\$ CCL);** valor que no alcanzaba desde mayo de 2018. **¿Cómo continúa la historia?** La tremenda performance que ha tenido el índice nos hace pensar que será muy importante monitorear dos variables: contexto internacional y deuda soberana. **Realizamos una re-calibración de nuestra cartera de acciones:** 50% Oil & Gas, 20% Reguladas, 25% Bancos y 5% ByMA.

## ECONOMÍA

La AFIP publicó el primer dato económico del mes a principios de la semana: la recaudación tributaria correspondiente a agosto. La recaudación total alcanzó los \$11.764.132 millones, lo que implica una fuerte caída interanual del 13,8% en términos reales, con la mayoría de los tributos presentando una variación interanual negativa. En esta oportunidad, los únicos tributos cuya recaudación se incrementó con respecto al mismo mes del año pasado resultaron ser el impuesto a los Combustibles y los Derechos de Exportación. Resulta importante también remarcar que, por primera vez en el año, el impuesto PAIS presentó una variación interanual real negativa (-7,26%), anticipando el posible impacto que la baja de alícuota del impuesto podría tener sobre los recursos tributarios.

Recaudación - agosto 2024 vs. agosto 2023				
	ago-24	v.i.a	ago-23 ajustado	ago-23
IVA Impositivo	2.747.933	-3,81%	2.856.754	850.660
IVA Aduanero	1.207.686	-34,12%	1.833.235	545.885
Ganancias Impositivo	1.950.681	-25,61%	2.622.125	780.794
Ganancias Aduanero	189.781	-35,30%	293.319	87.342
Derechos de Exportación	435.720	20,17%	362.593	107.970
Derechos de Importación	311.492	-34,29%	474.011	141.147
Combustibles	244.728	36,15%	179.749	53.524
Bienes Personales	291.880	-24,52%	386.696	115.147
Créditos y Débitos	919.248	-1,45%	932.803	277.762
PAIS	659.985	-7,26%	711.626	211.902
<b>Subtotal Impositivo</b>	<b>7.011.515</b>	<b>-11,27%</b>	<b>7.902.311</b>	<b>2.353.083</b>
<b>Subtotal Aduanero</b>	<b>2.179.537</b>	<b>-27,44%</b>	<b>3.003.672</b>	<b>894.408</b>
<b>Total Impositivo y Aduanero</b>	<b>9.191.052</b>	<b>-15,72%</b>	<b>10.905.984</b>	<b>3.247.491</b>
<b>Sistema de Seguridad Social</b>	<b>2.573.080</b>	<b>-5,98%</b>	<b>2.736.800</b>	<b>814.941</b>
<b>Total Recursos Tributarios</b>	<b>11.764.132</b>	<b>-13,77%</b>	<b>13.642.784</b>	<b>4.062.432</b>
<b>Recursos Tributarios s/ PAIS</b>	<b>11.104.147</b>	<b>-14,13%</b>	<b>12.931.157</b>	<b>3.850.530</b>

Fuente: IEB en base a AFIP

Dados los datos de la recaudación tributaria, estimamos el resultado fiscal para agosto suponiendo un nivel de recorte sobre el gasto similar al observado en los últimos meses. Ya sin los pagos de aguinaldos, ni grandes pagos de intereses como vimos en julio por el pago de Bonares y Globales, **creemos firmemente que el gobierno retomará el camino del superávit financiero sin grandes dificultades, como venía haciendo en los primeros seis meses del año. Creemos también que esta situación debería persistir hasta fin de año, aún con la reducción de la alícuota del impuesto PAÍS, que hasta el momento venía funcionando como un sostén importante para los ingresos del fisco.**

**Entrando en detalle acerca de la reducción del impuesto PAIS, el gobierno confirmó la reducción de la alícuota del 17,5% aplicado al inicio de la gestión Milei al 7,5% a partir del primero de septiembre, cumpliendo con la promesa de que dicho incremento sería transitorio y apuntando tanto a una progresiva simplificación del régimen cambiario como a una baja de la inflación.** El gobierno confía plenamente en la efectividad de esta medida como disparador para bajas de precios, dado que esta baja de alícuota implica una baja directa de costos sobre aquellos productos que utilizan insumos importados, así como también abarata directamente la importación de bienes finales que podrían competir con productos producidos localmente.

Más allá del impacto sobre la inflación, esta reducción de alícuota evidentemente tendrá un impacto negativo sobre la recaudación, al reducirse directamente en un 57% lo recaudado por el impuesto sobre la misma base imponible. No obstante, por un lado consideramos que esta baja del impuesto podría impulsar a un incremento en el volumen de importaciones. De esta forma, **se compensaría parcialmente lo cedido a través de la alícuota con un incremento de la base imponible.** A su vez, esto podría acentuarse con una recuperación del nivel de actividad, lo cual vendría acompañado de un incremento en la demanda de importaciones.

**Consideramos también que parte se compensaría gracias a la reincorporación de la cuarta categoría del impuesto a las Ganancias** luego de su eliminación en el período electoral del año pasado. El impacto de esta medida, al igual que la baja de alícuota del impuesto PAIS, lo veremos reflejado a partir de septiembre con los nuevos flujos de Ganancias. Además en octubre, noviembre y diciembre se añadirán las cuotas de quienes tramiten planes de pago y los tres anticipos del mismo tributo, producto de la postergación de plazos para la presentación de declaraciones juradas correspondientes al período fiscal 2023. Por otro lado, **se encuentra el nuevo Régimen Especial de Ingreso del Impuesto sobre los Bienes Personales**, proporcionando ingresos adicionales en el corto plazo, así como también el pago de multas del Régimen de Regularización de Activos. A su vez, con la lenta reactivación de numerosos sectores de la economía, podría ponerse un freno a la caída de impuestos relacionados con la actividad como el IVA y el impuesto a los créditos y débitos bancarios.

#### Sector Público No Financiero - Base Caja

	ago-24	v.i.a.	ago-23 ajustado	ago-23
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>8.740.793</b>	<b>-14%</b>	<b>10.136.603</b>	<b>3.018.391</b>
<b>GASTOS PRIMARIOS</b>	<b>7.455.436</b>	<b>-27%</b>	<b>10.260.740</b>	<b>3.055.356</b>
Gastos corrientes primarios	7.189.680	-23%	9.368.257	2.789.600
Prestaciones sociales	4.368.352	-20%	5.435.873	1.618.648
Jubilaciones y pensiones contributivas	2.712.652	-15%	3.191.355	950.295
Asignación Universal para Protección Social	216.041	15%	187.862	55.940
Otras Programas Sociales	1.439.660	-30%	2.056.657	612.414
Subsidios económicos	1.051.915	-20%	1.314.893	391.538
Gastos de funcionamiento y otros	1.349.841	-25%	1.789.317	532.808
Salarios	1.038.227	-22%	1.331.061	396.352
Otros gastos de funcionamiento	311.614	-32%	458.256	136.456
Transferencias corrientes a provincias	96.077	-75%	384.309	114.436
Transferencias a universidades	270.833	-20%	338.541	100.808
Otros Gastos Corrientes	52.661	-50%	105.323	31.362
Gastos de capital	265.756	-80%	892.483	265.756
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	<b>1.285.357</b>		<b>-124.137</b>	<b>-36.964</b>
Intereses Netos	682.331		1.167.137	347.540
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>603.026</b>		<b>-1.291.274</b>	<b>-384.504</b>

Fuente: IEB en base a Mecon e Indec

Por el lado de las reservas del BCRA, las cuales continúan preocupando al mercado (las reservas netas continúan negativas en más de USD 5.000 MM), un aumento en el volumen de importaciones, ya sea debido a la reducción del tipo de cambio importador o a una reactivación de la economía, podría impactar directamente sobre las arcas del BCRA. El gobierno continúa confiando en el sostenimiento del superávit comercial como principal sostén del nivel de compras de divisas, aunque este difícilmente resulte suficiente para contrarrestar la creciente demanda privada, dado que nos encontramos en un período estacionalmente malo para la acumulación de divisas sin el empuje del agro: **septiembre probablemente vea al BCRA vendiendo dólares diariamente en el MULC, aunque definitivamente no en montos comparables a los registrados en 2023.**

No obstante, una ayuda no menor viene siendo el aumento significativo en los depósitos en dólares gracias a la creación de las cuentas CERA en el contexto del blanqueo, el cual comienza a acelerar su ritmo. Esto impacta positivamente sobre las reservas brutas, aunque no así en las reservas netas. De todas formas, este mayor nivel de reservas brutas le daría mayor flexibilidad al BCRA para disponer de las mismas como la política monetaria o cambiaría lo requiera.

Depósitos del Sector Privado en USD (USD MM)

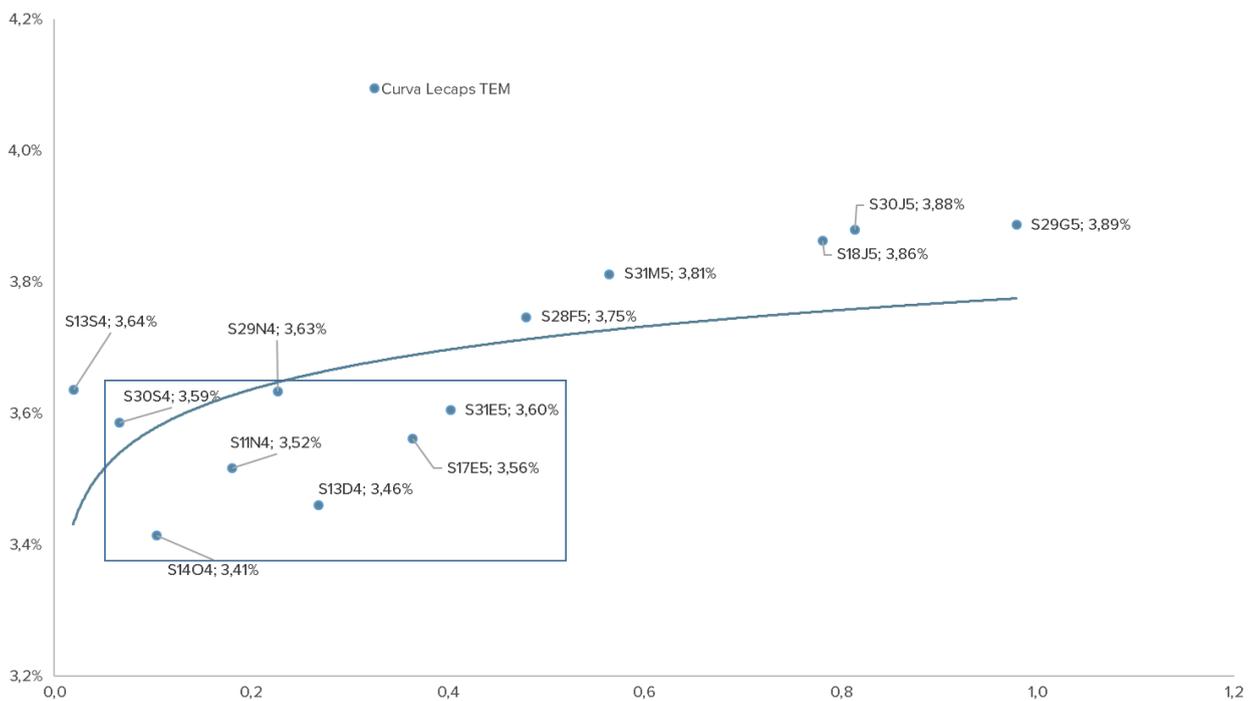


Fuente: IEB en base a BCRA

## DEUDA EN PESOS

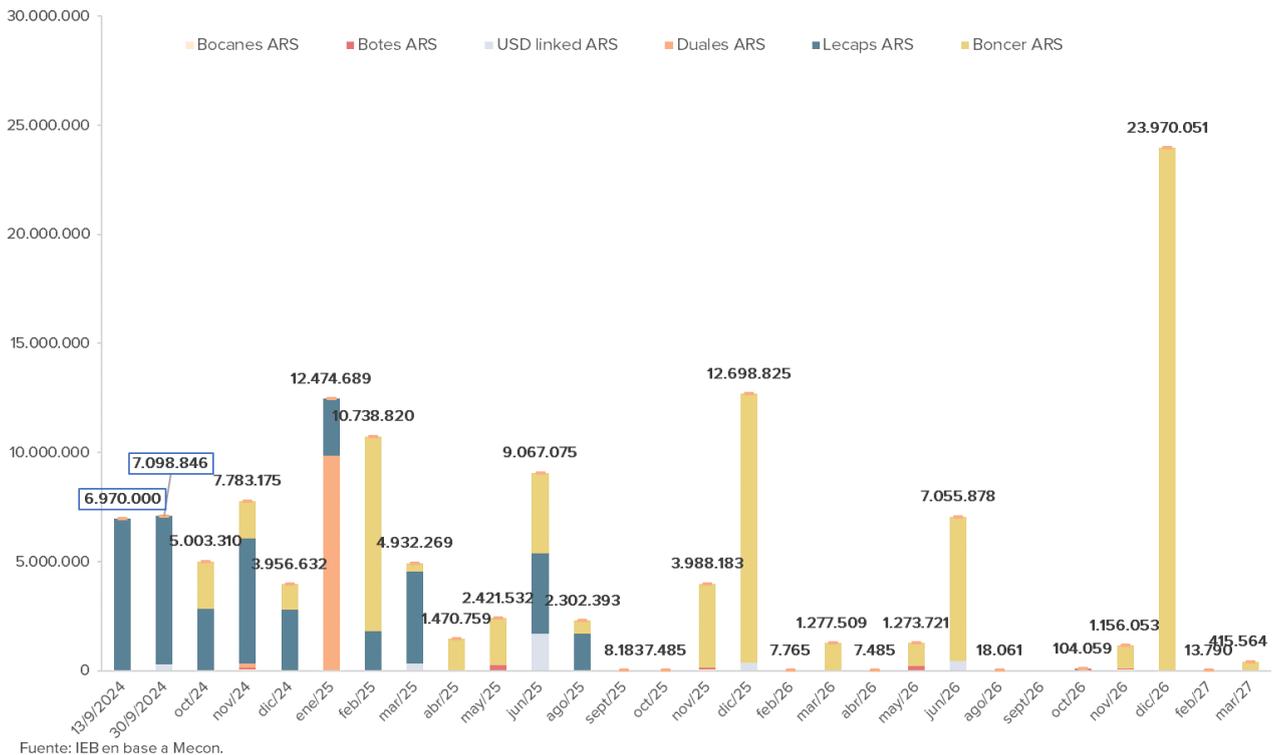
El tramo largo de la **curva de lecaps** estuvo pesado esta semana volviendo a operar con TEMs cercanos a las de corte de la última licitación (agosto 3,88% TEM), mientras que las letras más cortas comprimen alineándose con las tasas del tramo medio. El mercado se muestra cauteloso y especula con la licitación de la próxima semana y los distintos datos de inflación que tenemos por delante previo a conocerse el IPC nacional la semana que viene. Por otra parte la **curva CER** muestra cierta corrección en el tramo medio y largo, mientras que los bonos más largos siguieron avanzando con el T4X4 operando con TIR negativa y el T5X4 cercano a cero, lo que parece mostrar que la inercia inflacionaria que podría traer la indexación de precios y el rebote de la actividad contrarresta el efecto de la reducción de la alícuota del impuesto PAIS. Los bonos CER retroceden -0,80% en lo que va de la semana mientras que las lecaps avanzan 0,47% en promedio.

Curva de Lecaps



**En cuanto a los vencimientos del mes tenemos dos sumas grandes de \$6,9 BB para el 13 de Septiembre y \$7,1 BB para el 30 de Septiembre.** Se concentra más que nada en las Lecaps S13S4, S30S4 y el bono DL T2V4. Tendremos que esperar a ver si el tesoro convalida mejores rendimientos para poder “rolear” la deuda, si ofrece tasa mínima y cuan largo colocara. Recordemos que la última licitación del tesoro no contó con tasa mínima, se dieron tasas más altas y ofrecieron letras más largas con el objetivo de otorgar un mayor incentivo para poder patear los vencimientos.

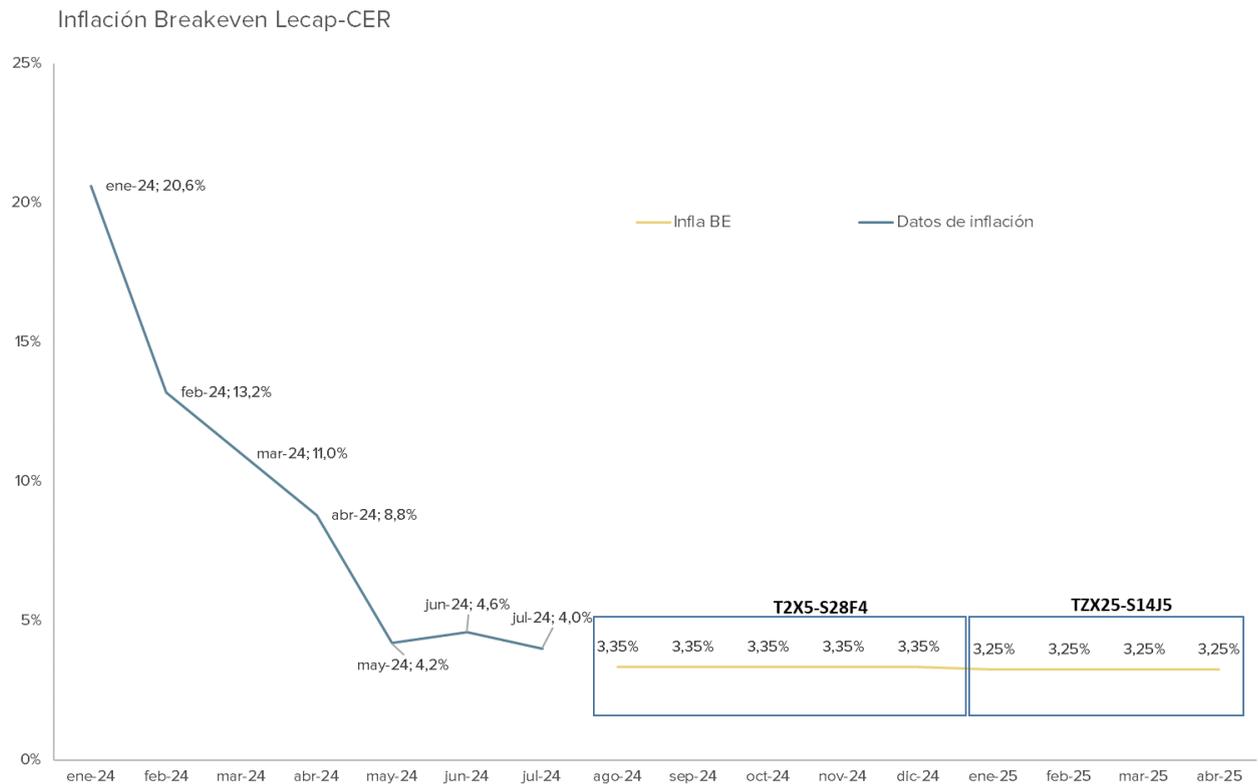
## Perfil de Vencimientos de Deuda del Tesoro Nacional (\$ MM)



Los datos de alta frecuencia de inflación muestran que agosto daría cerca de 4%. El viernes tendremos el dato de inflación de CABA que permitirá inferir algo más. **A modo de referencia hoy la inflación breakeven implícita entre los bonos CER y las lecaps se ubica en 3,35% promedio mensual hasta final de año y 3,25% para los primeros meses del 2025, lo que a priori luce alto para el año que viene.**

**Por otra parte los FX financieros caen durante esta semana donde nuevamente se vio al central vendiendo divisas, especialmente en las dos primeras ruedas de la semana.** El balance cambiario publicado por el BCRA mostró que durante julio la autoridad monetaria vendió MEP/CCL por USD 307 MM y según estimamos en agosto habría destinado en torno a USD 470 MM para este fin. Según comunicaron las autoridades, la intención era absorber \$2,4 BB de pesos, que al CCL actual serían alrededor de USD 1.900 MM. **Es decir lleva operado 40% del total, que al ritmo del último mes los dejaría con la capacidad de intervenir durante dos meses más.**

**Esto sumado a la posibilidad de un ingreso adicional de dólares a través de los FX financieros provenientes del blanqueo durante septiembre permitirían continuar con la estrategia de carry.** Los instrumentos en pesos que vemos atractivos para esta estrategia son los CER medios que en tasas reales de 8-9% con la inflación mostrando dificultades para perforar el 3% en los próximos meses y con las expectativas de la salida del cepo postergandose, lucen interesantes. Alternativamente las lecaps largas en niveles de 3,8% creemos que también pueden tener valor, aunque preferimos esperar la licitación posicionados cortos en septiembre.



## DEUDA EN DÓLARES

La deuda HD deja otra semana de resultados positivos sin embargo mucho menores a los de la semana pasada, el rendimiento WTD promedio se ubica en torno al 0,40% y destacan el AL30 y GD30 como los ganadores de la semana. Creemos que este leve traccionamiento se debe a dos factores principales. En primer lugar, como mencionamos en la sección de economía, se viene viendo un aumento significativo en los depósitos en dólares que estarían disponibles para el blanqueo y por ende dólares disponibles para invertir en activos como Bonares y Globales. Claramente se trata de especulación y no podemos afirmar cuánto de ese monto estará destinado efectivamente al blanqueo e incluso si queremos darle una vuelta de tuerca más dadas las condiciones del blanqueo, si se hacen los movimientos de manera correcta y aquellos que adhieren no buscan tener libre disponibilidad teóricamente el gobierno podría no recaudar nada con lo cual no habría efecto sobre las reservas. Por ende quedamos a la espera de mayor claridad en los números del nuevo régimen.

En segundo lugar, la deuda distressed a nivel global opera con rendimientos similares y termina de complementar al rendimiento dada la demanda de deuda del mismo tipo. Para destacar esta semana tanto el AL30 y GD30 están acercándose a máximos ex cupón con lo cual plantea la duda de si seguirán comprimiendo o pesara el vértigo de estar en la cima particularmente dada las incógnitas que deja la acumulacion de reservas en este último cuatrimestre del año.

Con respecto a las compras del central en el MULC durante las primeras ruedas de septiembre acumula un saldo positivo de USD 144 MM, por lo que por el momento no se estaría viendo un deterioro en este frente debido a un aumento sustancial de las importaciones como se especulaba, debido al abaratamiento de los productos importados luego de la reducción del impuesto PAIS. Por otro lado, el impacto de esta medida en el plano fiscal tampoco parece haber repercutido en la paridad de la deuda. Adicionalmente, el precio de la soja rebotó 6% desde los mínimos en las últimas semanas lo que mejora la perspectiva de los saldos exportadores.

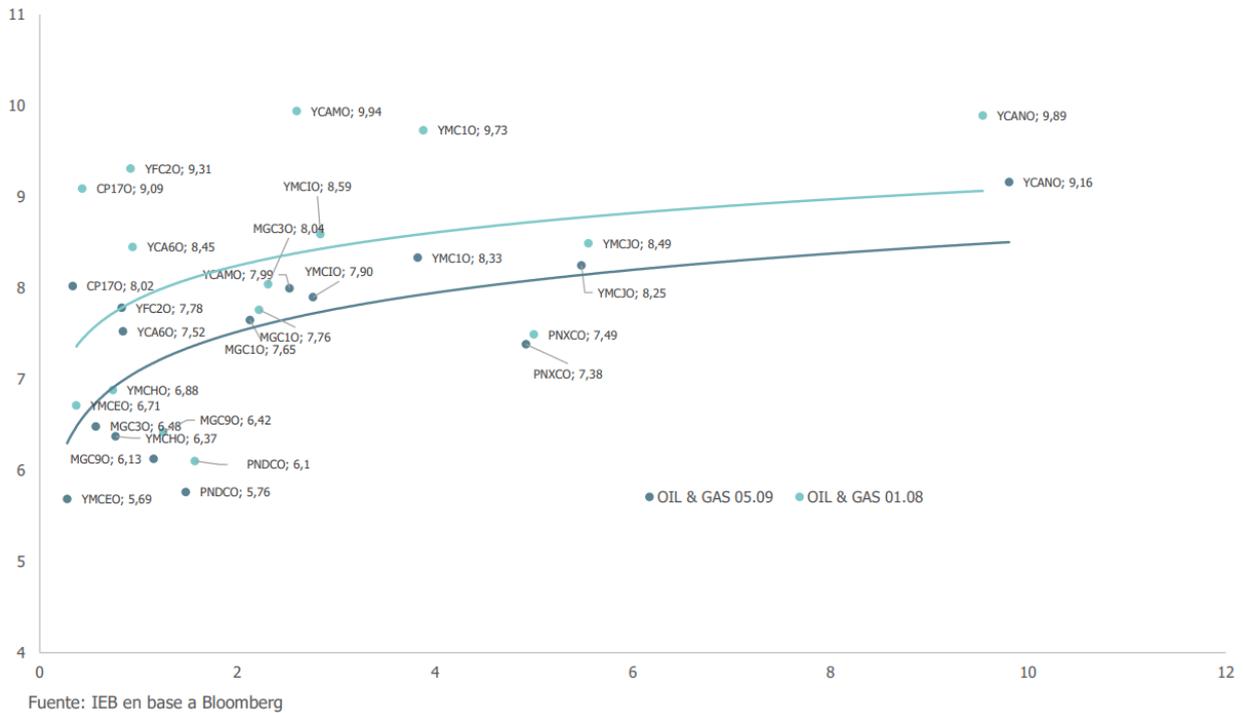
Evolución AL30D y GD30D Precio clean



Fuente: IEB en base a LSEG.

En línea con los efectos del aumento de depósitos por el blanqueo en el gráfico debajo podemos apreciar la comprensión de las ONs Ley NY, con una baja de TIRs de un 1% promedio en el mes. Destaca la YCA60 e YCAMO con una comprensión del 1% y 2% a la espera de la recompra sujeta a la colocación de la nueva ON a 2031.

## Compresión Corporativos Ley NY - OIL &amp; GAS



Si bien los soberanos más cortos operan con paridades cercanas a las máximas, dada la amortización acelerada que ofrecen, permitiendo recuperar 30% del precio en 2025 y aproximadamente 45% si se cobra la amortización de enero 2026 (que las autoridades económicas dicen tener cubiertas sin necesidad de refinanciarlas en los mercados internacionales de deuda), estos títulos adquieren un gran atractivo. Los bonos de mayor duration (GD35, GD41) son una buena apuesta a la normalización de la curva dado la mayor convexidad, mientras que las bajas paridades acotan el potencial downside. También nos gusta el bopreal serie 1A que opera con TIR de 20% contra put AFIP y debería estar más ajeno a la dinámica de las reservas puesto que puede utilizarse para el pago de impuestos. Finalmente, las ONs tuvieron una fuerte compresión, especialmente el tramo corto, lo que incentiva a estirar duration para buscar mejores tasas.

## EQUITY ARGENTINO

En un contexto global mixto para la renta variable, el equity argentino deslumbró con subas significativas que llevaron al S&P Merval a tocar un nuevo máximo de casi 1.400 (US\$ CCL); valor que no alcanzaba desde mayo de 2018 (comparando con un índice sin ajustar por inflación de EE.UU.).

Si ajustamos el índice por inflación americana, el S&P Merval se encuentra, aún, un 57% por debajo de los máximos históricos. Desde el triunfo de Milei en la segunda vuelta el mercado de acciones argentino casi duplicó su valor, trepando un 94% en US\$ CCL.



Fuente: Bloomberg

Creemos que son varios los factores que explican la suba que, de alguna manera, se desacopló de la tendencia global del equity. En primer lugar, mirando flujos, parecería haber mayor interés por el equity argentino. Es importante destacar que más del 80% del volumen que se negocia en el equity argentino se realiza mediante ADRs en EE.UU. Se está viendo más volumen y más interés.

Volumen ADRs Argentinos					
Ticker	Precio	Precio %	Volumen (Nominales)	Volumen (US\$ CCL)	% Total
GGAL	\$ 41,99	-0,59%	1.299.510	\$ 54.566.425	28%
BBAR	\$ 11,30	-1,48%	748.688	\$ 8.460.174	4%
BMA	\$ 63,40	-1,69%	324.797	\$ 20.592.130	11%
SUPV	\$ 7,71	-1,15%	1.473.304	\$ 11.359.174	6%
PAM	\$ 56,67	-0,02%	264.336	\$ 14.979.921	8%
YPF	\$ 23,92	-0,50%	2.317.051	\$ 55.423.860	28%
TGS	\$ 20,69	0,93%	267.952	\$ 5.543.927	3%
CEPU	\$ 9,41	-0,21%	630.524	\$ 5.933.231	3%
EDN	\$ 20,90	4,87%	185.706	\$ 3.881.255	2%
LOMA	\$ 7,43	2,34%	522.462	\$ 3.881.893	2%
TEO	\$ 7,75	4,31%	322.111	\$ 2.496.360	1%
CRESY	\$ 8,56	2,39%	407.483	\$ 3.488.054	2%
IRS	\$ 11,83	4,32%	443.220	\$ 5.243.293	3%
<b>Total</b>				<b>\$ 195.849.697</b>	<b>100%</b>
Sector				Volumen (US\$ CCL)	% Total
Oil & Gas	PAM TGS YPF		\$ 75.947.708	39%	
Bancos	GGAL BMA BBAR SUPV		\$ 94.977.903	48%	
Reguladas	EDN CEPU		\$ 9.814.486	5%	
Real Estate	IRS CRESY		\$ 8.731.347	4%	
Materiales	LOMA		\$ 3.881.893	2%	
Telecoms	TEO		\$ 2.496.360	1%	
<b>Total</b>			<b>\$ 195.849.697</b>	<b>100%</b>	

Fuente: IEB en base a Bloomberg

Claramente el punto de entrada es el sector bancario (que concentra más del 50% del total de volumen negociado, con GGAL representando casi 30% del volumen total) y Oil & Gas; que viene en un cómodo segundo lugar.

En segundo lugar, creemos que puede haber algún flujo del blanqueo en curso que comience a volcarse al mercado de equity. Observando la evolución de los flujos a FCI de renta variable no parecería ser el caso; la misma ha sido negativa desde hace un mes atrás.

Tipo de fondo	AUM (según moneda de susc.)				Susc. históricas (en millones de ARS)							Susc. en % de AUM	
	en ARS	en USD	Total	% Total	1d	7d	MTD	30d	90d	YTD	365d	YTD	365d
<b>Renta Total</b>	<b>1.373.996</b>	<b>27</b>	<b>1.408.898</b>	<b>3,0%</b>	<b>-1.271</b>	<b>2.146</b>	<b>2.101</b>	<b>3.998</b>	<b>27.139</b>	<b>161.887</b>	<b>152.668</b>	<b>24%</b>	<b>34%</b>
<b>Variable</b>													
RV ARG Merval	880.601	11	894.263	1,9%	-1.069	-1.627	-535	-12.588	4.236	100.822	99.085	25%	37%
RV ARG Rofex 20	92.366	0	92.366	0,2%	81	1.115	386	11.625	11.763	15.849	17.391	40%	71%
RV ARG Otros	370.782	0	370.801	0,8%	-65	2.083	1.644	4.403	11.551	55.355	48.486	33%	41%
RV Global	30.247	16	51.467	0,1%	-218	575	606	558	-411	-10.139	-12.293	-23%	-40%

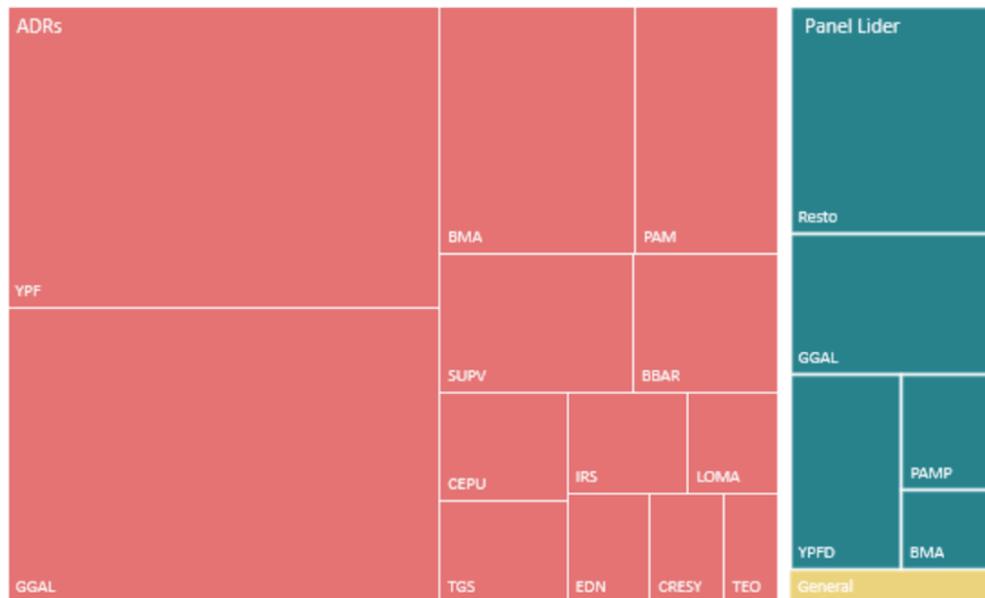
Fuente: 1816

No obstante es importante destacar que -como se mencionó anteriormente- el mayor volumen se negocia afuera, en una proporción abrumadora, con lo cual la relevancia de los movimientos de los FCI puede quedar eclipsada por el volumen negociado en EE.UU.

Total Equity Argentino	Volumen (US\$ CCL)	% Total
ADRs	\$ 195.849.697	79%
Lider	\$ 49.582.407	20%
General	\$ 3.249.738	1%
<b>Total</b>	<b>\$ 248.681.842</b>	<b>100%</b>

Fuente: IEB en base a Bloomberg

Argentina's Equity Traded Volumes (US\$ Blue Chip Swap)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

**¿Cómo continúa la historia?** La tremenda performance que ha tenido el índice nos hace pensar que será muy importante monitorear dos variables (que siempre monitoreamos pero que a los actuales niveles y dado el desacople que ha habido se tornan más importantes): la evolución de la deuda soberana y el contexto internacional.

Arranquemos por el contexto internacional. Septiembre suele ser un mes en el que los índices del mercado de EE.UU. evolucionan negativamente. Más aún, si incluimos el patrón histórico de las elecciones en el que se suele ver un comportamiento negativo, empeorando cuando el resultado electoral está abierto o es poco claro. Y con los índices cerca de máximos históricos, la volatilidad se vuelve extremadamente alta (algo que se observa claramente en cómo ha venido evolucionando el VIX).



Fuente: Bloomberg

El segundo punto de relevancia es cómo evolucione la deuda soberana. Ha venido de varias ruedas de avances pero comienza a notarse una cierta resistencia en los niveles de US\$ 60. **Si bien como venimos observando desde un largo tiempo, el comportamiento del S&P Merval se encuentra divorciado de los niveles de riesgo país: sí, sigue cierta correlación y en el mediano plazo si la deuda soberana corrige, lo hará el mercado de acciones argentino.**

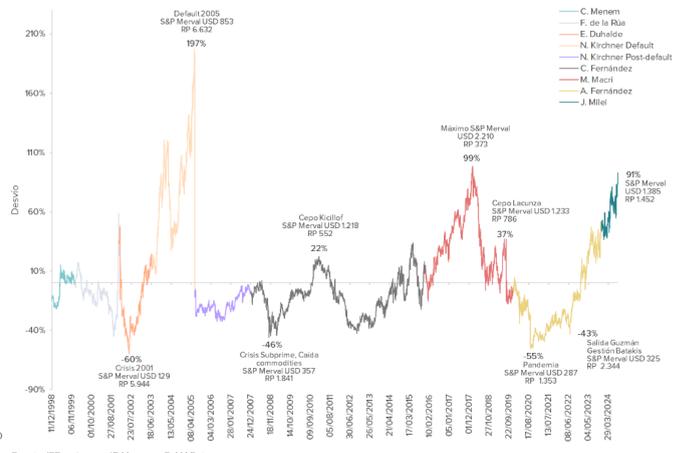
**El punto al que hacemos referencia es el consistente desvío que se ha venido observando del S&P Merval por sobre los niveles de riesgo país asociados.** Ese desvío se puede explicar por varias razones: la primera de ella es que la deuda soberana argentina, ha venido operando más como una opción: un “call” con una prima relativamente baja que se pagaba apostando a una recuperación macroeconómica de la Argentina. Como instrumentos de renta fija, por sus bajos cupones resulta metodológicamente difícil la comparación.

Correlación S&P Merval Aj. (CCL e Infla EE.UU) vs. Riesgo País (deuda "performing")



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMAData.

Desvío S&P Merval contra Correlación histórica



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMAData.

La segunda razón es que el mercado de equity -por su poca profundidad en comparación con el de deuda soberana- tiende a adelantarse a las noticias y mantener posiciones ante cierta incertidumbre.

La razón es bastante sencilla: tomar una posición en equity argentino sin modificar sustancialmente el precio, es una tarea harta complicada. Los inversores de peso que toman una posición tienden a mantenerla hasta que las razones para liquidarla no sean contundentes. No ocurre lo mismo con la deuda soberana.

S&P Merval (aj. CCL e inflación EE.UU) vs. Soberanos (base 100 = 17/11/2005)



Fuente: IEB en base a LSEG.

**Concluyendo, creemos que será de suma importancia ponderar los dos puntos mencionados anteriormente en el corto plazo. En el largo plazo continuamos con una visión optimista y constructiva del equity argentino.**

## La Cartera

A nuestra cartera de acciones argentinas le realizamos cambios menores:

 Continuamos con una preferencia amplia por el sector Oil & Gas, al que le otorgamos una ponderación del 50%. Un sector que ha probado ser defensivo en un contexto macro complejo y con un potencial de upside muy interesante. **Nuestra selección en dicho sector son: YPF (YPFD), TGS (TGSU2), Vista Energy (VIST) y Pampa Energía (PAMP).** El gran desafío para los próximos trimestres es la evolución del precio del Brent; en los últimos meses el precio del crudo se ha desplomado lo que afecta directamente los precios a los que finalmente quedarán realizadas las ventas.



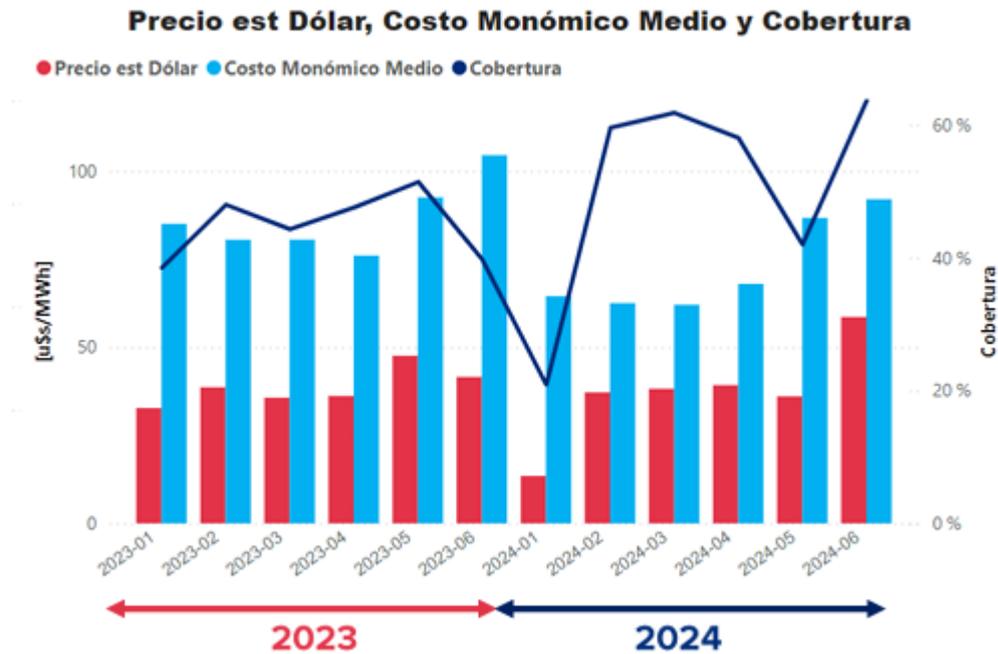
Fuente: Bloomberg

🔥 Incrementamos nuestra ponderación del sector reguladas al 20%. Con la sostenida baja en la inflación el incremento tarifario otorgado nos hace estimar un muy buen tercer trimestre para las compañías del sector. Adicionalmente, a partir de agosto, la Secretaría de Energía comenzó a otorgar incrementos tarifarios transitorios mensuales a los segmentos de transporte, distribución de gas y electricidad e incrementó el precio de la energía y el gas.

No es el esquema planteado originalmente (que contemplaba una actualización mensual a partir de mayo basado en una polinómica que contemplaba inflación y salario real) pero suman a la hora de impedir un retraso tarifario. Por otra parte, un trimestre más frío cuando se lo compara con años anteriores augura un incremento interanual en la producción y consumo de gas.

Por ello nos resultan atractivas especialmente **TGN (TGNO4)**, **Distribuidora de Gas Cuyana (DGCU2)**, **Metrogas (METR)** y **Distribuidora de Gas del Centro (DGCE)**. Obviamente lo dicho anteriormente aplica al segmento de transporte de gas regulado de **TGS**.

En lo que refiere a generación (situación que afecta también a **Pampa Energía**), los incrementos otorgados aún no impactan directamente en la tarifa percibida por las generadoras. Según lo expresado por la Secretaría de Energía, el plan es que hacia diciembre, casi el 90% del costo de la energía eléctrica quede absorbido por el usuario (hoy esa relación se encuentra en el orden del 65%; ver en el siguiente gráfico la diferencia entre el costo monómico y el precio estacional (PEST)).



Fuente: Cammesa

¿Cuál es el beneficio entonces para las generadoras? Una mejora sustancial en el capital de trabajo. La reducción de subsidios impacta muy positivamente en lo fiscal, a la hora de continuar reduciendo el déficit fiscal pero también le otorga a Cammesa más solvencia y liquidez.

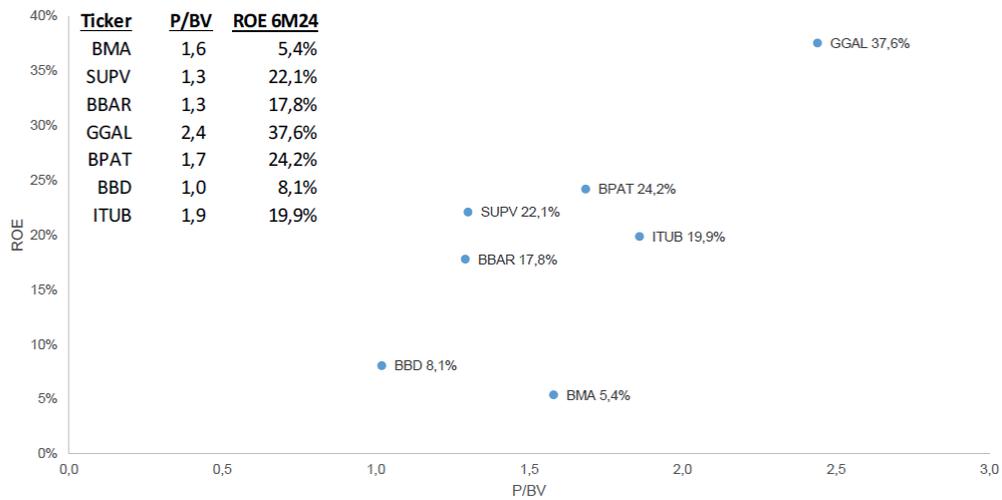
De esta manera, las compañías se benefician de un pago más fluido y sostenido de lo que era anteriormente. Dentro del sector generación nos gusta especialmente **Central Puerto (CEPU)**, una generación de caja muy interesante, activos que se encuentran subvaluados (como las miles de hectáreas dedicadas al negocio forestal que si bien a nivel generación de EBITDA es bajo, el valor de las mismas no se refleja en la valuación de la compañía).

Por último, para completar la selección de reguladas **Autopistas del Sol (AUSO)**, con incrementos de tarifas que repercuten muy positivamente en los márgenes (a pesar de una caída esperada en el tránsito pagante producto del incremento en peajes y mayores costos de combustibles) y una generación de caja que cada vez se vuelve más atractiva tiene valor aún por dar. Más aún, queda todavía pendiente la resolución del conflicto por el AIR (Acuerdo Integral de Revisión de la Concesión), creemos que el escenario más probable es que la compañía busque alargar los plazos de la concesión a cambio de una resolución de dicho tema. Una vez solucionado este punto, se podría esperar el levantamiento de la “acción de lesividad” que pesa sobre la empresa y que impide la distribución de dividendos.

 Para el sector bancario mantenemos la ponderación de 25% de la cartera. Si bien, como hemos expresado en varias oportunidades, existe un potencial de crecimiento enorme para el sector (préstamos / PIB = 9% y depósitos / PIB = 22%) la clave será monitorear la evolución del ROE.

En el segundo trimestre se comenzó a ver la baja en el ROE que esperábamos. Las tenencias de títulos públicos no rinden ya lo que supieron rendir otrora y el negocio bancario tradicional tarda en traccionar. El ROE es, en definitiva, lo que sostiene la tesis de un premio de los bancos argentinos en términos de P/BV por sobre los de la región.

ROE y P/BV Bancos



Fuente: IEB en base a balances de las compañías y Bloomberg.

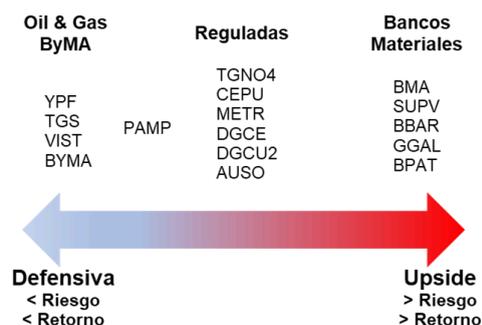
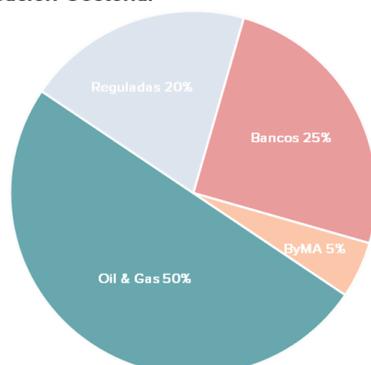
Queda claro que el potencial de crecimiento es importante (adicionalmente se podría argumentar que con un gobierno que apunta a bajar la presión impositiva, podría esperarse un descenso en el tamaño de la economía informal lo que incrementaría aún más el potencial de crecimiento). Finalmente, y no es un punto menor, los flujos: el sector bancario (como se observa en el cuadro al inicio de la sección) concentra el mayor volúmen negociado y es la puerta de entrada al mercado de equity argentino. Por tanto, muchas veces, flujo mata fundamentals.

Dentro del sector nuestra preferencia se vuelca hacia **Banco Macro (BMA)**, **BBVA Argentina (BBAR)** y **Grupo Supervielle (SUPV)**. Es difícil descargar al **Grupo Financiero Galicia (GGAL)** por la altísima participación que tiene en el volumen que se negocia (solo GGAL explica más del 40% del volumen negociado), pero en términos de valuación a 2.2x P/BV luce bastante sobrevaluada.

Importante destacar y explicar el bajo ROE de **Banco Macro (BMA)**, el mismo obedece a la forma en la que contabiliza su tenencia en TP (mark-to-market) lo cual impactó muy negativamente en el resultado del 2T (a diferencia de GGAL que mantiene su cartera a devengamiento -"a finish"). Haciendo el ejercicio de cómo hubiera sido el resultado de BMA si hubiera contabilizado su tenencia de la misma forma que GGAL el ROE reportado hubiera andado por encima del 20%.

Finalmente el restante 5% lo alocamos a la acción de **Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)** que nos resulta muy atractiva por la naturaleza de su negocio y su alta defensividad dada la posición de caja que tiene.

Alocación Sectorial



## GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

---

### IEB RESEARCH

#### **ANDRÉS NÓBILE**

*Director*

[anobile@grupoieb.com.ar](mailto:anobile@grupoieb.com.ar)

#### **LUCAS DECOUD**

*Analista - Renta Fija*

[ldecoud@grupoieb.com.ar](mailto:ldecoud@grupoieb.com.ar)

#### **PEDRO AFFLITTO**

*Analista - Renta Fija*

[pafflitto@grupoieb.com.ar](mailto:pafflitto@grupoieb.com.ar)

#### **IGNACIO SNIECHOWSKI**

*Head of Equity Research*

[isniechowski@grupoieb.com.ar](mailto:isniechowski@grupoieb.com.ar)

#### **GABRIEL PRORUK**

*Analista - Equity*

[gproruk@grupoieb.com.ar](mailto:gproruk@grupoieb.com.ar)

#### **NORBERTO SOSA**

*Director*

[nsosa@grupoieb.com.ar](mailto:nsosa@grupoieb.com.ar)

#### **FACUNDO HERRERA ARANA**

*Analista - Macro*

[fherrera@grupoieb.com.ar](mailto:fherrera@grupoieb.com.ar)

## DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.